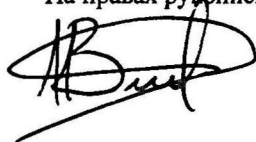


0-795915

На правах рукописи



**ИЕВЛЕВ Алексей Владимирович**

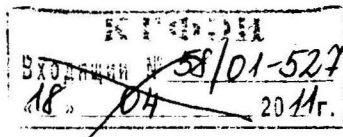
**ХЕДЖ-ФОНДЫ В РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ И  
СНИЖЕНИЕ ИХ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РИСКОВ.**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ**

диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Санкт-Петербург – 2011



Работа выполнена в Государственном образовательном учреждении высшего профессионального образования «Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»

**Научный руководитель -** доктор экономических наук, профессор  
**Вострокнутова Александра Ивановна**

**Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор  
**Попова Екатерина Михайловна**

кандидат экономических наук, доцент  
**Харченко Лариса Павловна**

**Ведущая организация -** Федеральное государственное  
образовательное учреждение высшего  
профессионального образования  
«Санкт-Петербургский государственный  
университет»

Защита состоится «28» апреля 2011 года в 15<sup>00</sup> часов  
на заседании диссертационного совета Д 212.237.04 при Государственном  
образовательном учреждении высшего профессионального образования  
«Санкт-Петербургский государственный университет экономики и финансов»  
по адресу: 191023, Санкт-Петербург, ул. Садовая, д.21.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке Государственного  
образовательного учреждения высшего профессионального образования  
«Санкт-Петербургский государственный университет экономики и  
финансов».

Автореферат разослан «21» марта 2011 г.

Ученый секретарь  
диссертационного совета



Н.А.Евдокимова

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000790884

## 1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Хедж-фонды можно определить как финансовые институты, имеющие широкую свободу выбора финансовых инструментов и инвестиционных стратегий, чья инвестиционная деятельность практически не регулируется государством.

Во второй половине 90-х гг., из-за абсолютной доходности хедж-фондов, в меньшей степени связанной с колебаниями рынков, чем доходность традиционных инвестиционных фондов, к хедж-фондам начали проявлять интерес не только состоятельные физические лица, которые являлись основными инвесторами, но и крупные институциональные инвесторы, такие как страховые компании и пенсионные фонды.

Поскольку у хедж-фондов не существовало строгих правил отчетности, то практически отсутствовала прозрачность их инвестиционной деятельности. Однако после банкротства крупного хедж-фонда *Long-Term Capital Management* в 1998 году, многие инвесторы и первичные брокеры стали более требовательны к раскрытию информации, в частности, касающейся инвестиционных рисков.

В результате последствий мирового финансового кризиса, начавшегося в 2007 году, отрасль хедж-фондов начала стремительно меняться. Утверждение «нерегулируемый» уже неактуально для любого из американских хедж-фондов, под управлением которого находится активов на сумму свыше 100 миллионов долларов США. В «нерегулируемом» состоянии сохраняются только оффшорные хедж-фонды и небольшие американские хедж-фонды, контролирующие лишь 1,7% от общих активов (1,65 трлн. долларов США), находящихся под управлением хедж-фондов. Но по причине невозможности адекватно оценить инвестиционные риски оффшорных хедж-фондов, многие инвесторы предпочитают оффшорным хедж-фондам регулируемые инвестиционные фонды, использующие альтернативные стратегии инвестирования, такие как короткие продажи и производные инструменты. В частности, к регулируемым хедж-фондам относятся европейские фонды UCITS<sup>1</sup>.

В России в 2008 году Положением о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов были введены новые категории фондов коллективных инвестиций, предназначенные для квалифицированных инвесторов, в числе которых оказался и паевой инвестиционный фонд категории «хедж-фонд». Российский хедж-фонд может по праву считаться регулируемым инвестиционным фондом с либеральной инвестиционной декларацией, которая разрешает

---

<sup>1</sup> UCITS – сокращение от *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directives*, название Директив Европейского Союза 2001/107/ЕС и 2001/108/ЕС, позволяющие осуществлять финансовую деятельность инвестиционным фондам, зарегистрированным в одной из стран ЕС, на всей территории ЕС без дополнительной регистрации и разрешающие использование широкого спектра финансовых инструментов, включая деривативы.

размещение средств в самые различные ценные бумаги, в том числе некотируемые, в финансовые инструменты срочных сделок и в драгоценные металлы, в частности на обезличенных металлических счетах. Однако, несмотря на возросший интерес инвесторов во всем мире к данному типу фондов, с момента появления вышеуказанного Положения по настоящее время в ФСФР зарегистрировано лишь восемь хедж-фондов.

Отсутствие спроса на ценные бумаги российских хедж-фондов может являться следствием незаинтересованности инвесторов в предлагаемом соотношении риска и доходности российских хедж-фондов, а также трудностями, связанными с определением уровня инвестиционного риска при использовании широкой инвестиционной декларации российскими хедж-фондами.

Таким образом, приобретает актуальность задача определения и снижения инвестиционного риска российских хедж-фондов для повышения их инвестиционной привлекательности и развития индустрии альтернативных инвестиций в России в целом.

**Степень проработанности и изученности проблемы.** Результаты исследований, посвященных изучению механизмов функционирования хедж-фондов публикуются преимущественно в зарубежной научной литературе. Анализ деятельности хедж-фондов, применяемых ими стратегий, а также изучению теоретических и эмпирических подходов к измерению инвестиционного риска хедж-фондов посвящены труды зарубежных ученых, таких как, М.Биллио, С.Браун, В.Готцман, А.Гупта, Ф.Джорион, Ф.Лабитант, Б.Лианг, Ф.Стефанини, Е.Фама, В.Фунг, Д.Хсейш, У.Шарп, Ф.Эдвардс, М.Энсон и других.

В отечественной научной литературе существуют немногочисленные публикации, касающиеся специфики инвестиционной деятельности хедж-фондов и классификации применяемых ими стратегий, особенностей и подходов к регулированию их деятельности в развитых странах, оценки их влияния на финансовые рынки. Это, прежде всего, монографии и публикации в научных журналах В.Костикова, Е.Нечаева, Р.Самигулина, Э.Сердинова, В.Предченко, Б.Рубцова, Т.Тумаровой, О.Хмыз.

В последние годы были подготовлены и защищены диссертационные работы, прямо или опосредованно связанные с тематикой функционирования хедж-фондов. Среди них можно назвать диссертации А.Н. Савотина (2007)<sup>2</sup> и В.Н. Предченко (2008).<sup>3</sup> Оба исследования сосредотачиваются на возможности снижения инвестиционных рисков хедж-фондов за счет регистрации и контроля их деятельности государственными надзорными органами. Кроме того, данные исследования были предприняты до принятия

<sup>2</sup>Савотин А. Н. Международная инвестиционная деятельность хеджевых фондов : автореф. дис. канд. экон. наук: 08.00.14 - Мировая экономика / Савотин Антон Николаевич ; [С.-Петербург. гос. ун-т экономики и финансов]. - СПб. : [б. и.], 2007. - 22 с.

<sup>3</sup>Предченко В. Н. Инвестиционная деятельность хедж-фондов : автореф. дис. ... канд. экон. наук: 08.00.10 - Финансы, денеж. обращение и кредит / Предченко Валентин Николаевич ; [С.-Петербург. гос. ун-т экономики и финансов]. - СПб. : [Изд-во СПбГУЭФ], 2008. - 22 с.



Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, которым была введена новая категория инвестиционных фондов «хедж-фонд». Данный факт еще раз подчеркивает актуальность исследования мировой индустрии хедж-фондов, их правовой и организационной структуры, используемых ими инвестиционных стратегий для определения составляющих факторов инвестиционного риска хедж-фондов, способов его измерения и снижения, а также перспектив развития российских хедж-фондов.

**Цели и задачи исследования.** Целью настоящего исследования является совершенствование теоретических и методологических основ функционирования российских хедж-фондов, измерения и снижения их инвестиционных рисков, на основе лучших мировых практик.

Сформулированной целью определяется логика проводимого исследования и перечень поставленных задач:

- Исследовать концепцию регулирования хедж-фондов в России и за рубежом, в первую очередь в США и Европе;
- Исследовать организационную структуру российских и зарубежных хедж-фондов;
- Провести анализ инвестиционных стратегий хедж-фондов и изучить влияние выбора стратегии инвестирования на общий инвестиционный риск хедж-фонда;
- Провести обзор различных показателей риска инвестирования и оценить их применимость к хедж-фондам и другим институтам, использующим альтернативные стратегии инвестирования;
- Исследовать показатель Value-at-Risk и выявить недостаточно проработанные теоретические и прикладные проблемы, возникающие при расчете данного показателя;
- Разработать методику использования показателя Value-at-Risk при расчете риска инвестирования в хедж-фонд;
- Провести анализ деятельности существующих российских хедж-фондов;
- Смоделировать портфели, содержащие различные доли паев хедж-фондов и традиционных инвестиционных фондов, инвестирующих в российские ценные бумаги;
- Предложить варианты решения проблемы снижения инвестиционного риска портфелей российских хедж-фондов и мер по развитию рынка альтернативных инвестиций в России.

**Объектом** исследования выступают экономические и правовые отношения, возникающие в процессе инвестиционной деятельности российских и зарубежных хедж-фондов.

**Предметом** диссертационного исследования является совокупность теоретических, методических и практических проблем и вопросов, связанных с инвестиционной деятельностью хедж-фондов, определением и снижением их инвестиционного риска.

Работа выполнена в соответствии с п.6.1. Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов и п.6.4. Теория и методология проблемы портфельной политики в области ценных бумаг специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит».

**Теоретической и методологической основой** диссертационного исследования являются теория и методы инвестиционного и риск-менеджмента. Научной базой данной работы стали исследования и теоретические разработки отечественных и зарубежных ученых: А.А.Лобанова, А.В.Чугунова, Г.Марковитца, Г.А.Коши, Р.Фишера, Э.А.Корниша, Ф.Госсета, Н.Н.Талеба, У.Шарпа и других.

Использованы основные эмпирические и теоретические методы исследования: анализ, синтез, индуктивные и дедуктивные приемы, табличное и графическое обобщение информации. В основе диссертационного исследования лежат системный и процессный подход, исторический, логический, сравнительный, финансовый и экономический анализ, приемы системного анализа, экономико-математическое и статистическое моделирование.

**Информационной базой исследования** послужили законодательные и нормативные акты РФ и других стран в области коллективного инвестирования, материалы международных консалтинговых компаний KPMG, Ernst&Young, PriceWaterHouseCoopers, информационного агентства EurekaHedge, котировки российских бирж, информационные бюллетени хедж-фондов, аналитические и информационные ресурсы, размещенные в сети интернет, публикуемые в научной литературе и периодических изданиях, статьи и монографии отечественных и зарубежных ученых, а также результаты исследований и практических работ, проведенных непосредственно автором диссертации.

**Научная новизна** выполненного исследования заключается в следующем:

- Предложено уточнение понятийного аппарата теории институтов коллективных инвестиций, касающееся применения ими альтернативных стратегий инвестирования и учитывающее реформационные процессы, происходящие на российском финансовом рынке.
- Предложена авторская классификация инвестиционных стратегий хедж-фондов, в которой в качестве основных критериев использованы факторы риска, влияющие на форму распределения доходности хедж-фондов.
- Сформулированы основные отличия российских паевых инвестиционных фондов категории «хедж-фонд» от зарубежных хедж-фондов в плане их организационной структуры и порядка функционирования на финансовых рынках.

- Предложена методика расчета показателя Value-at-Risk (VaR) для оценки инвестиционного риска хедж-фондов. Проиллюстрированы теоретические проблемы, возникающие при расчете показателя VaR, на примере расчета данного показателя для хедж-фонда «Troika Russia Fund» с применением исторического и параметрического методов на основе данных о доходности самого хедж-фонда и упрощенной информации об открытых позициях. На основе полученных результатов сформулированы особенности вычисления и применения показателя VaR в хедж-фондах. Доказано существенное влияние выбора способа вычисления и исходных данных при расчете показателя VaR на конечный результат.
- Разработаны рекомендации для выбора инвестиционной стратегии закрытого паевого хедж-фонда, предназначенного для квалифицированных инвесторов, и обосновано преимущество диверсификации путем инвестирования в ценные бумаги иностранных хедж-фондов.
- Обоснована целесообразность внесения изменений в Положение о порядке признания лиц квалифицированными инвесторами в части изменения условий для получения статуса квалифицированного инвестора и правил распространения паев инвестиционных фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов.

**Теоретическая значимость исследования** состоит в дальнейшем развитии теории коллективных инвестиций в направлении совершенствования методов управления активами паевых инвестиционных фондов категории «хедж-фонд», углубления и развития существующих научных представлений об оценке инвестиционного риска.

**Практическая значимость исследования** состоит в возможности использования полученных результатов для разработки методики построения инвестиционного портфеля хедж-фонда, применяющего стратегию фонда хедж-фондов, в деятельности управляющих компаний для оценки риска инвестиционного портфеля и методов его снижения, для анализа инвестиционного риска портфелей других управляющих компаний, содержащих ценные бумаги иностранных хедж-фондов. Полученные в диссертации результаты могут быть использованы в процессе преподавания учебной дисциплины «Инвестиции».

**Апробация результатов исследования.** Содержание, основные выводы и результаты диссертационного исследования отражены в 4 опубликованных научных работах общим объемом более 1,1 п.л.

**Структура исследования.** Диссертационное исследование изложено на 186 страницах и состоит из введения, трех глав и заключения, содержит список литературы, проиллюстрировано таблицами и рисунками, имеет 22 приложения.

Во *введении* обосновывается актуальность темы, выбранной для диссертационного исследования, определены цели, задачи, объект и предмет

исследования, сформулирована теоретико-методологическая основа, научная новизна, теоретическая и практическая значимость результатов проведенного исследования.

В первой главе диссертационного исследования проанализированы теоретические и организационные аспекты создания и функционирования хедж-фондов в различных странах, в том числе и в России.

Во второй главе рассмотрены основные стратегии, применяемые хедж-фондами, а также распределения доходности данных стратегий и сделаны выводы о различных факторах, влияющих на инвестиционный риск хедж-фонда в зависимости от используемой стратегии. Рассчитан показатель риска VaR для хедж-фонда «Troika Russia Fund» и проанализированы получившиеся результаты.

В третьей главе выполнен системный анализ отличий отечественных и зарубежных хедж-фондов в плане регулирования их деятельности надзорными финансовыми органами, проанализировано определение квалифицированного инвестора и предложены методы снижения инвестиционного риска российских хедж-фондов.

В заключении приведены основные выводы, сделанные по результатам проведенного исследования.

## II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

Хедж-фонды, появившиеся в середине прошлого века, за последние десятки лет смогли создать новую индустрию на мировом финансовом рынке. За время эволюции хедж-фондов от первого фонда Альфреда Винслоу Джонса (*Alfred Winslow Jones*) до многомиллиардных фондов Джона Полсона (*John Paulson*) и Джорджа Сороса (*George Soros*), сформировалось несколько десятков альтернативных стратегий инвестирования, которые подразумевают применение коротких продаж, деривативов и использование заемного капитала для увеличения отдачи открываемых позиций. Использование производных инструментов и заемного капитала означает дополнительные риски, поэтому инвестирование доступно только физическим и юридическим лицам с большим доходом и/или активами, т.е. квалифицированным инвесторам, поскольку считается, что они не нуждаются в защите государства от потенциальных убытков на финансовых рынках.

С ростом интереса инвесторов к хедж-фондам, для развития индустрии альтернативных инвестиций в России, в 2008 году ФСФР утвердила Положение о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, которое определило понятие ЗПИФ категории «хедж-фонд».

Несмотря на то, что большинство хедж-фондов ориентировано на стабильный средний доход с небольшой волатильностью, мировой финансовый кризис подчеркнул наличие повышенных рисков

инвестирования в нерегулируемые финансовые институты и инициировал ужесточение контроля над финансовыми посредниками, в том числе и хедж-фондами. В США в июле 2010 года был принят билль Додда-Франка, который обязывает хедж-фонды, под управлением которых находятся активы объемом более 100 млн. долларов США, регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам. Кроме того, коммерческим и инвестиционным банкам запретили организовывать хедж-фонды или становиться их инвесторами. В 2010 году и в ЕС приняли директиву, ужесточающую правила регулирования хедж-фондов, имеющих в управлении свыше 100 миллионов евро. Хедж-фонды, предлагающие свои инвестиционные услуги в странах ЕС, независимо от страны регистрации, теперь ограничены в использовании заемного капитала, должны резервировать средства на случай возможных убытков и предоставлять информацию о своей инвестиционной деятельности европейскими финансовым регуляторам.

Наравне с правилами, увеличение прозрачности инвестиционной деятельности хедж-фондов поддержали и крупные институциональные инвесторы, которые в условиях мирового финансового кризиса стали более заинтересованы в альтернативных инструментах. Такие инструменты хоть и несут дополнительные риски, но могут показывать стабильную доходность в течение длительного времени и не сильно зависят от колебаний и темпов роста фондового рынка, т.е. инструменты, демонстрирующие абсолютный доход, например, ценные бумаги самих хедж-фондов. К примеру, за 2008 год индекс хедж-фондов *Eurekahedge Hedge Fund Index* потерял 12,3%, в то время как мировой фондовый индекс *MSCI World Index* потерял 43,54%. В 2010 году показатели данных индексов составили +10,93% и +7,83% соответственно.<sup>4</sup>

Однако, учитывая последствия мирового финансового кризиса, институциональные инвесторы стали с большей осторожностью относиться к выбору направлений инвестирования и из альтернативных инструментов предпочитают ценные бумаги крупных хедж-фондов, имеющих развитый риск-менеджмент.<sup>5</sup> Таким образом, хедж-фонды, желающие привлечь новые средства, должны уделять повышенное внимание управлению рисками, что стало одним из новых направлений в развитии индустрии хедж-фондов.

Начальным и неотъемлемым элементом управления риском является его определение и измерение. Для каждого инвестора существует своя толерантность к риску: для одного инвестора риском является недополучение запланированного дохода от инвестиции (например, для пенсионного фонда), для другого – получение убытков. Другими словами, риск заключается в том, что инвестор получит худший, чем ожидаемый результат. В любом случае

<sup>4</sup> The Eurekahedge Industry Review: December 2010. [электронный ресурс] / Eurekahedge. – 2011. – Режим доступа: [www.eurekahedge.com](http://www.eurekahedge.com); The Eurekahedge Industry Review: December 2008. [электронный ресурс] / Eurekahedge. – 2009. – Режим доступа: [www.eurekahedge.com](http://www.eurekahedge.com).

<sup>5</sup> Bei Hu. Hedge Fund Closure Rate May Rise to 20%, Merrill Lynch Says. [электронный ресурс] / Bloomberg. – 2010. – Режим доступа: <http://www.bloomberg.com/news/2010-09-21/hedge-fund-closure-rate-may-rise-to-20-on-lack-of-capital-merrill-says.html>

инвестор пытается определить для себя вероятность возникновения события, при котором он останется неудовлетворенным своей инвестицией.

Для определения рискованности инвестирования используются различные методы измерения риска в зависимости от используемых инструментов, например, коэффициент «Бета» для акций или дюрация Маколи (*Macaulay Duration*) для облигаций. Однако к хедж-фондам они практически не применимы по нескольким причинам. Во-первых, для инвесторов становится невозможным сравнить рискованность инвестирования в различные хедж-фонды, использующие разные стратегии и сегменты финансового рынка. Во-вторых, невозможно вычислить общий риск портфеля, состоящего из инвестиций в несколько хедж-фондов. В-третьих, хедж-фонды часто используют несколько финансовых инструментов, например акции и деривативы для хеджирования своей позиции. Агрегировать риски разных финансовых инструментов оказывается весьма проблематично.

В связи с этим, инвестиционные фонды чаще всего в качестве меры риска используют показатели дисперсии и стандартного отклонения. Они показывают, в какой степени, и с какой вероятностью фактическая доходность и доходность актива может отличаться от величины его ожидаемой доходности, т.е. средней доходности.

Каждая из инвестиционных стратегий хедж-фондов подразумевает использование определенных инструментов и техник, следовательно, становится целесообразным изучить факторы риска каждой из стратегий, которые влияют на отклонение фактической доходности хедж-фондов от запланированной.

Эти предпосылки были положены в основу разработки авторского подхода к систематизации инвестиционных стратегий хедж-фондов, основанного на учете влияния различных типов рисков на результаты деятельности хедж-фондов. Авторская классификация инвестиционных стратегий хедж-фондов стала результатом анализа и систематизации различных классификаций и сформирована на основе исследований Марка Энсона (*Mark J.P. Anson*). см.табл.1.

Классификация инвестиционных стратегий хедж-фондов.

Группы стратегий	Стратегии
Стратегии рыночной направленности.	Стратегия длинных и коротких позиций ( <i>Equity Long/Short</i> ).
	Стратегия инвестирования в развивающиеся рынки ( <i>Emerging Markets</i> ).
	Стратегия коротких позиций ( <i>Short Selling</i> ).
Стратегии, связанные с корпоративной реструктуризацией.	Стратегия инвестирования в компании с финансовыми трудностями ( <i>Distressed Securities</i> ).
	Стратегия арбитража при слиянии компаний ( <i>Merger Arbitrage</i> ).
	Стратегия существенных корпоративных событий ( <i>Event Driven</i> ).
Конвергенционный трейдинг.	Стратегия облигационного арбитража. ( <i>Fixed Income Arbitrage</i> ).
	Стратегия арбитража конвертируемых облигаций ( <i>Convertible Bond Arbitrage</i> ).
	Стратегия нейтральности к рынку ( <i>Market Neutral</i> ).
	Стратегия арбитража относительной стоимости ( <i>Relative Value Arbitrage</i> ).
Оппортунистический трейдинг.	Стратегия глобальных макроэкономических тенденций ( <i>Global Macro</i> ).
	Фонды хедж-фондов ( <i>Fund of Funds</i> ).

Исходя из рисков, которым подвержены инвестиционные стратегии хедж-фондов, можно выделить четыре группы различных стратегий: стратегии рыночной направленности; стратегии, связанные с корпоративной реструктуризацией; конвергенционный трейдинг и оппортунистический трейдинг. Данные четыре группы подвержены различным воздействиям со стороны финансовых рынков, корпораций и макроэкономических тенденций.

Для подтверждения этой гипотезы были проведены экономико-статистические исследования временных рядов доходностей хедж-фондов. В результате этого была обоснована целесообразность отказаться от предположения о нормальном распределении доходности хедж-фондов и показана необходимость изучить форму распределения доходности инвестиционных стратегий хедж-фондов и рассмотреть нормированные величины третьего и четвертого центрального момента распределения. Третьим нормированным центральным моментом является коэффициент скоса или асимметрии. Экономический смысл коэффициента скоса заключается в следующем: если коэффициент имеет положительное значение (положительный скос), в правой части графика распределения образуется так называемый «хвост», при котором высокие положительные значения доходности считаются более вероятными, чем отрицательные. При отрицательном значении коэффициента скоса появляется левый «хвост», и более вероятными считаются отрицательные значения доходности.

<sup>6</sup> Разработка автора.



Нормированной величиной четвертого центрального момента является коэффициент эксцесса. Если значение эксцесса больше нуля, кривая распределения более остроконечна, чем нормальная кривая, но в тоже время, имеет толстые «хвосты», т.е. вероятность отклонения от среднего значения больше, чем у нормального распределения. Данные для эмпирического анализа формы распределения доходности различных инвестиционных стратегий хедж-фондов взяты за период с 1990 по 2008 год.

*Стратегии рыночной направленности* подразумевают инвестирование по направлению движения рынка, соответственно, значения показателей скоса и эксцесса распределения доходности стратегий, входящих в первую группу, будут близки по своим значениям к аналогичным показателям распределения доходности рынков акций. Тот факт, что показатели скоса и эксцесса некоторых стратегий первой группы ближе к показателям нормального распределения, чем аналогичные показатели рынков акций, говорит о высоком профессионализме управляющих хедж-фондов. Высокие показатели скоса и эксцесса распределения доходности стратегии инвестирования в развивающиеся рынки связаны с повышенными рыночными рисками развивающихся стран.

*Стратегии корпоративной реструктуризации* предполагают инвестирование в ценные бумаги компаний, которые совершают сделки слияния или поглощения, или подают на банкротство. Основной риск, связанный с таким инвестированием обусловлен тем, что сделка не будет завершена по причине отсутствия одобрения акционеров, отсутствия нормативного утверждения, значительного падения стоимости акций заинтересованной компании или по другой причине. Показатели скоса и эксцесса распределения доходности хедж-фондов данной группы выше, чем у группы стратегий рыночной направленности. Данный факт объясняется тем, что стратегии подвержены событийным рискам, т.е. результаты деятельности больше зависят от конкретных событий, нежели от общего движения рынка.

Стратегии, относящиеся к *конвергенционному трейдингу* подвержены кредитному и событийному риску, что и стратегии группы корпоративной реструктуризации. Суть инвестиционных стратегий группы конвергенционного трейдинга сводится к предположению, что цены похожих ценных бумаг в будущем сближаются, таким образом, инвестиционные стратегии данной группы приносят прибыль при сокращении ценового спреда схожих ценных бумаг. В случае непредвиденных событий спред может расшириться, и хедж-фонд понесет убытки. В отличие от группы корпоративной реструктуризации, данные стратегии подвержены рискам, обусловленным не только непредвиденными событиями со стороны самих компаний, чьи ценные бумаги используются в сделке, но и внешними событиями, как например, кризисом в определенной отрасли. Следовательно, распределения доходности стратегий данной группы, за исключением стратегии нейтральности к рынку, также имеют высокие показатели коэффициентов скоса и эксцесса. Стратегия нейтральности к рынку за счет



снижения коэффициента «Бета» становится нейтральной к движениям рынка, а также событийным и кредитным рискам, что отражено в показателях скоса и эксцесса ее распределения доходности.

Стратегии четвертой группы *опportunистического трейдинга*, как например, стратегия глобальных макроэкономических тенденций, могут использовать широкий спектр финансовых инструментов, включая биржевые товары и валюты. Возможность использовать инструменты различных финансовых рынков мира предоставляет возможность осуществления хорошей диверсификации рисков, поэтому распределение доходности стратегий данной группы наиболее близко к нормальному распределению.

Таким образом, чтобы всесторонне оценить риск инвестирования в хедж-фонд, необходим показатель, который учитывает факторы риска инвестиционной стратегии и форму распределения доходности хедж-фонда. В настоящее время для оценки инвестиционного риска хедж-фондов все активнее используется показатель Value-at-Risk (VaR), который в зависимости от метода вычисления, может учитывать коэффициенты скоса и эксцесса.

Чаще всего VaR определяется как мера максимальной потенциальной потери стоимости портфеля финансовых инструментов с определённой вероятностью на заданном временном горизонте.<sup>7</sup> Другими словами, VaR показывает, насколько может снизиться стоимость позиции по портфелю инструментов в результате изменения рыночных цен или курсовых ставок, происходящего на протяжении конкретного периода времени с определённым уровнем вероятности. Например, если временной горизонт составляет один день, а доверительный уровень равен 99%, то дневные потери, более крупные, чем показатель VaR, могут случиться не чаще 1% всех рабочих дней, т.е. не чаще 2-3 дней в году.

В работе рассчитан показатель VaR хедж-фонда «Troika Russia Fund», находящегося под управлением компании «Тройка Диалог», и рассмотрены особенности расчета и интерпретации результатов данного показателя при определении инвестиционных рисков хедж-фонда. Данные для расчета взяты из информационного бюллетеня хедж-фонда, представленного инвесторам в феврале 2010 года.

Прежде всего, при вычислении показателя VaR необходимо определить ряд базовых элементов, непосредственно влияющих на его величину: необходимо задать временной горизонт вычисления (дневная доходность, ежемесячная, ежегодная) и доверительный уровень. В данном вычислении были использованы несколько вариантов показателей, а именно доверительный уровень в 95% и 99% и временной горизонт в один день и один месяц. Таким образом, в результате были получены четыре варианта показателя VaR.

<sup>7</sup> А.А. Лобанов. Энциклопедия Финансового Риск-менеджмента / А.А. Лобанов, А.В. Чугунов. – М: Альпина Бизнес Букс, 2009. – 786 стр.

Для вычисления показателя VaR использовались два метода для каждого из четырех вариантов показателя VaR: параметрический и исторический. Параметрический, или дельта-нормальный метод, подразумевает нормальность будущих распределений доходностей и представляет собой аналитическую аппроксимацию производных первого и второго порядков, т.е. среднего значения и стандартного отклонения без учета формы распределения доходности. Исторический метод использует исторические колебания цен факторов риска, рассматривает их влияние на портфель и, в отличие от параметрического метода, учитывает нормированные величины третьего и четвертого центрального момента распределения, т.е. показатели скоса и эксцесса.

Вычисление показателя VaR может основываться на двух видах исходных данных: доходности самого портфеля и открытых позициях портфеля. Доходность самого портфеля и некоторая информация об открытых позициях была представлена в информационном бюллетене хедж-фонда «Troika Russia Fund». Активы хедж-фонда распределены между 47 инструментами, включая деривативы, все позиции являются длинными. Поскольку сами позиции не раскрываются, для расчета использовалась имеющаяся информация о распределении активов по секторам при допущении, что корреляция ценных бумаг одного сектора стремится к единице, и были рассмотрены не 47 инструментов, а 9, по числу секторов.

Результаты вычисления показателя VaR историческим и параметрическим методом с различными доверительными уровнями и временными горизонтами, а также с использованием различных исходных данных, представлены в Таблице 2. Сам показатель VaR представлен в относительном виде, т.е. не в денежном выражении, а в процентах от активов под управлением.

Таблица 2.<sup>8</sup>

Результаты вычисления показателя VaR хедж-фонда *Troika Russia Fund*

	Исторический	Параметрический
На основе данных доходности хедж-фонда		
VaR (95%, один день, в % от активов)	4,85%	5,71%
VaR (99%, один день, в % от активов)	10,48%	8,11%
VaR (95%, один месяц в % от активов)	21,71%	25,53%
VaR (99%, один месяц в % от активов)	46,86%	36,25%
На основе данных об открытых позициях		
VaR (95%, один день, в % от активов)	3,59%	3,98%
VaR (99%, один день, в % от активов)	6,98%	5,62%
VaR (95%, один месяц в % от активов)	16,04%	17,81%
VaR (99%, один месяц в % от активов)	31,23%	25,12%

Полученные результаты вычисления позволяют сделать определенные выводы относительно особенностей использования показателя VaR.

Во-первых, поскольку хедж-фонд инвестирует преимущественно в российские ценные бумаги, то его стратегию можно отнести к

<sup>8</sup> Рассчитано автором.

инвестированию в развивающиеся рынки. Соответственно, коэффициенты скоса и эксцесса распределения доходности данного хедж-фонда, а также распределения доходности используемых им инструментов, будут отличаться от таковых для нормального распределения. В данном случае предположение о нормальности распределения доходности, используемое при применении параметрического метода, занижает показатели риска VaR с доверительным уровнем 99%. При этом необходимо заметить, что разница значений показателя VaR с доверительным уровнем 95%, посчитанного историческим и параметрическим методом, существенно меньше, чем с доверительным уровнем 99%. Данный факт объясняется тем, что у многих типов распределения значение квантиля пятого перцентиля, используемого при расчете показателя VaR параметрическим методом с доверительным уровнем 95%, приблизительно равно -1,65, т.е. значению квантиля пятого перцентиля нормального распределения. Таким образом, выбор метода расчета показателя VaR при доверительном уровне 95% имеет меньшее значение, чем при расчете данного показателя с доверительным уровнем 99%.

Во-вторых, значения показателей VaR, полученные на основе данных доходности хедж-фонда, выше, чем при использовании данных об открытых позициях. Данное различие можно объяснить тем, что структура портфеля в течение времени изменялась и на данный момент выбраны менее рискованные инструменты. С одной стороны показатель VaR, основанный на данных доходности хедж-фонда не занижает рискованность инвестирования и отображает доходность предыдущих периодов хедж-фонда. С другой стороны, предыдущая доходность не предоставляет информации о новых инструментах в портфеле. В данном случае хедж-фонд перешел к менее рискованным инструментам, но если бы управляющий хедж-фонда принял более рискованную стратегию, то показатель VaR, основанный на данных доходности хедж-фонда не отобразил бы данную информацию и занизил бы реальный риск инвестирования. Кроме того, использование данных доходности портфеля неэффективно при вычислении показателя VaR фондов, имеющих небольшую историю доходности, как рассматриваемый хедж-фонд, который к моменту исследования существовал 44 месяца. В свою очередь, недостаток использования данных открытых позиций портфеля заключается в том, что не учитываются прошлые и будущие изменения состава портфеля.

В-третьих, при использовании данных об открытых позициях, разница между показателями VaR, вычисленными историческим и параметрическим способами меньше, чем при использовании данных о доходности фонда. Данный факт является следствием того, что распределения доходностей инструментов, используемых хедж-фондом, ближе к нормальному распределению, чем доходности у самого хедж-фонда: показатели коэффициентов скоса и эксцесса распределения доходности хедж-фонда равняются -0,82 и 2,89 соответственно, а средние показатели коэффициентов скоса и эксцесса распределения доходностей используемых инструментов –

0,04 и 1,16 соответственно, т.е. ближе к нулевым значениям нормального распределения.

В-четвертых, большое влияние на показатель риска VaR оказывает выбор временного промежутка значений доходности инструмента, поскольку таким образом можно изменить корреляцию между инструментами или исключить «нежелательные» временные периоды, повышающие показатель VaR.

При выборе дельта-нормального метода вычисления показателя VaR также существует возможность учесть значения коэффициентов скоса и эксцесса. Для этого применяется модифицированный показатель VaR, т.е. рассчитывается вариационно-ковариационная матрица, используемая в параметрическом методе, но вместо значения квантиля используется аппроксимация Корниша-Фишера, которая основывается на моментах распределения (скос, эксцесс). Формула аппроксимации Корниша-Фишера выглядит следующим образом:

$$z_{\alpha} = \alpha + \frac{\alpha^2 - 1}{6} S + \frac{\alpha^3 - 3\alpha}{24} K - \frac{2\alpha^3 - 5\alpha}{36} S$$

где:  $z_{\alpha}$  – коэффициент модифицированного показателя VaR;

$\alpha$  – значение квантиля нормального распределения;

$S$  – коэффициент скоса;

$K$  – коэффициент эксцесса.

В качестве примера был рассчитан показатель модифицированного VaR с доверительным интервалом 99% и временным горизонтом один месяц для хедж-фонда «Troika Russia Fund» на основе информации о доходности данного хедж-фонда. В результате значение коэффициента модифицированного показателя VaR  $z_{\alpha}$  равнялось 3,28 вместо значения квантиля первого перцентиля нормального распределения 2,32, а показатель относительного модифицированного VaR – 51,04%, вместо 36,25%. Относительный показатель VaR, рассчитанный историческим методом, равняется 46,86%. Таким образом, модифицированный VaR преодолевает основной недостаток параметрического метода расчета, который занижает показатель инвестиционного риска. Однако при слишком высоких показателях коэффициентов скоса и эксцесса использование модифицированного VaR становится неоправданным. Причина заключается в том, что модифицированный VaR основан на аппроксимации распределения доходности вокруг нормального распределения и при увеличении расхождения со средним показателем данная аппроксимация становится неэффективной.

В работе выполнен системный анализ отечественных и зарубежных хедж-фондов и выявлены их основные отличия с правовой и организационной точки зрения. Результат данного анализа показал, что к российскому ПИФу категории «хедж-фонд», в отличие от американских и оффшорных хедж-фондов, предъявляются требования к регистрации в

регулирующих органах. Такие требования также предъявляются к европейским альтернативным инвестиционным фондам, зарегистрированным в соответствии с директивой UCITS, что делает целесообразным сравнение развития российских хедж-фондов и европейских фондов альтернативных инвестиций.

За последние два года, фонды, зарегистрированные в соответствии с директивой UCITS, получили большую популярность среди инвесторов и стали важным фактором в развитии индустрии европейских инвестиционных фондов. Европейские фонды альтернативных инвестиций UCITS стали узнаваемым брендом не только в Европе, но и в Азии, Латинской Америке и на Ближнем Востоке. Общие активы под управлением европейских фондов альтернативных инвестиций, зарегистрированных в соответствии с директивой UCITS, или так называемых европейских хедж-фондов, за 9 месяцев 2010 года выросли на 40% до 130 млрд. долларов США.<sup>9</sup>

В России с момента создания хедж-фондов и к концу 2010 года в ФСФР зарегистрировано восемь ПИФов категории «хедж-фонд».

Для выявления причин отсутствия развития российских хедж-фондов при возрастающем интересе инвесторов к инвестиционным фондам, использующим альтернативные стратегии инвестирования и при этом находящиеся под контролем государственных надзорных органов, был проведен сравнительный анализ законодательных ограничений в использовании финансовых инструментов европейскими фондами альтернативных инвестиций и российскими хедж-фондами. Результат данного исследования показал, что ограничения на использование инвестиционных инструментов европейскими фондами UCITS практически не влияют на возможность использования ими инвестиционных стратегий хедж-фондов. Например, при запрете на короткие продажи, короткие позиции можно открыть с помощью деривативов (опционы на акции или свопы). Кроме того, европейские фонды альтернативных инвестиций не могут инвестировать в недвижимость или использовать производные инструменты, базовым активом которых является сырьевой товар (commodities), а также должны организовываться только как инвестиционные фонды открытого типа, чтобы инвесторы могли вывести свои средства в течение нескольких дней. Таким образом, европейские хедж-фонды предоставляют инвесторам возможность использовать преимущества инвестирования в фонды, использующие альтернативные стратегии, при сохранении высокого контроля над ликвидностью и инвестиционным риском не только управляющими хедж-фондов, но государственными регулирующими органами.

В свою очередь, согласно подпунктам 9 и 10 пункта 15.1. Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, российские хедж-фонды из всего списка

<sup>9</sup> Hedge Funds Hit a High Note: 2009 Industry Review. [электронный ресурс] / Credit Suisse/Tremont Hedge Index. – 2010. – Режим доступа: <http://www.hedgeindex.com/hedgeindex/documents/CS%20Tremont%202009%20Industry%20Review%20v8.pdf>

производных инструментов могут использовать только деривативы, базовым активом которых являются биржевые товары. Теоретически, к биржевым товарам относятся все объекты биржевой торговли, в том числе акции и иностранная валюта. Однако, статьей 1 Закона о товарных биржах, отношения, связанные с деятельностью фондовых и валютных бирж, а также фондовых и валютных секций (отделов, отделений) товарных, товарно-фондовых и универсальных бирж, исключены из сферы регулирования данного закона. Следовательно, ценные бумаги и валюта в целях Закона о товарных биржах не могут быть отнесены к понятию биржевой товар, поскольку в соответствии с законодательством о рынке ценных бумаг и валютным законодательством ценные бумаги и валюта являются объектом торгов на фондовой и валютной биржах соответственно.<sup>10</sup>

Кроме того, А. Рыбин, советник отдела управления регулирования и контроля над коллективными инвестициями ФСФР России, в статье «Инструменты срочного товарного рынка: новые возможности для инвестиционных фондов» в перечень доступных для российских хедж-фондов инструментов срочного товарного рынка включает только производные инструменты, базовым активом которых являются золото, серебро, нефть сорта Urals, дизельное топливо, сахарный песок или пшеница.<sup>11</sup> Согласно вышесказанному, в состав активов хедж-фонда не могут входить срочные инструменты, базовым активом которых являются валюта, ценные бумаги или фондовые индексы, следовательно, у российских хедж-фондов отсутствует возможность использовать большинство инвестиционных стратегий хедж-фондов. Данное ограничение автор считает безосновательным, поскольку хедж-фонды предназначены для квалифицированных инвесторов, следовательно, могут использовать рискованные стратегии инвестирования, и допускает возможность неоднозначной формулировки Положения в плане перечисления доступных для хедж-фондов финансовых инструментов. Автор считает обоснованным рекомендовать внесение уточнений в подпункты 9 и 10 пункта 15.1. Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов, которые указывают на доступные для хедж-фондов производные инструменты.

Кроме того, ПИФ категории «хедж-фонд» может быть организован только как закрытый или интервальный фонд, что создает дополнительные неудобства для инвесторов, поскольку вернуть свои средства до срока истечения инвестиционного соглашения возможно только перепродажей паев другим квалифицированным инвесторам, что в условиях кризиса или падения стоимости данных паев может оказаться невозможным.

<sup>10</sup> Информационное письмо «Об участниках биржевых торгов, в ходе которых заключаются договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами». [электронный ресурс] / Официальный сайт ФСФР. – 2010. – Режим доступа:

[http://www.fcsr.ru/ru/legislation/letters/index.php?id\\_3=6409&year\\_3=2010&month\\_3=6](http://www.fcsr.ru/ru/legislation/letters/index.php?id_3=6409&year_3=2010&month_3=6)

<sup>11</sup> Рыбин А. Инструменты срочного товарного рынка: новые возможности для инвестиционных фондов / Андрей Рыбин // Рынок ценных бумаг. – 2008. – № 17 (368). – С. 58-59

На основе результатов анализа деятельности российских хедж-фондов можно утверждать, что ограничения на использование финансовых инструментов и невозможность досрочно вывести средства снижают эффективность хедж-фондов как инструмента защиты капитала инвесторов, повышают уровень инвестиционного риска и могут являться причиной непопулярности ПИФ категории «хедж-фонд».

Автором выдвинуто предложение по развитию инвестиционной деятельности ЗПИФ категории «хедж-фонд» при существующем законодательстве, которое состоит в использовании одной из немногих доступных для российских хедж-фондов традиционной инвестиционной стратегии хедж-фондов, а именно стратегии фондов хедж-фондов.

Для квалифицированных инвесторов, у которых нет возможности проводить детальный анализ всех доступных для инвестирования хедж-фондов и анализировать такие аспекты, как ликвидность, объем долгового финансирования и емкость использованной стратегии, инвестирование в фонд хедж-фондов может стать одним из вариантов воспользоваться преимуществом инвестирования в хедж-фонды без необходимости проводить *due diligence*, т.е. детальный анализ рисков хедж-фондов. В фондах хедж-фондов забота о диверсификации портфеля и хеджировании перекладывается на управляющих, которые помимо прочего должны отслеживать деятельность управляющих хедж-фондов для снижения риска недобросовестного управления и изменения инвестиционного стиля без уведомления инвестора.

Автор убежден, что объединение различных стратегий значительно снижает инвестиционные риски и позволяет формировать портфели, состоящие из ценных бумаг хедж-фондов, использующих стратегии, недоступные российским хедж-фондам. Следовательно, стратегия фондов хедж-фондов снизит риски инвестирования и привлечет инвесторов в российские хедж-фонды лучшим соотношением риск/доходность.

Для подтверждения данного утверждения было проведено исследование, где моделировались несколько гипотетических портфелей с активами под управлением в 100 млн. долларов, состоящие из разных пропорций ценных бумаг открытого паевого инвестиционного фонда облигаций «Тройка Диалог – Илья Муромец» и хедж-фонда *Odey European Inc.* Автор выбрал именно данные инструменты, поскольку хедж-фонд использует стратегию длинных и коротких позиций, тогда как ПИФ «Илья Муромец» инвестирует в долговые инструменты. Таким образом, появляется возможность более эффективно диверсифицировать инвестиционный риск, поскольку, как было рассмотрено в работе, хедж-фонд подвержен рыночным рискам, тогда как ПИФ – событийным и кредитным. Кроме того, сделано допущение, что подпункт 1 пункта 15.2 Положения о составе и структуре активов акционерных инвестиционных фондов и активов паевых инвестиционных фондов выполняется. Данный пункт гласит, что инвестиция в один инструмент не может превышать 25% от всего портфеля. В реальности данное условие можно выполнить, используя не два разных финансовых



инструмента, как в данном примере, а две группы инструментов, каждая из которых состояла бы из нескольких инструментов со схожими показателями доходности и риска. Результаты вычисления доходности и показателя риска VaR гипотетических портфелей представлены на рисунке 1. На рис. 1 показаны точки, каждая из которых представляет собой гипотетический портфель, состоящий из различных пропорций рассматриваемых инструментов: от гипотетического портфеля, полностью состоящего из инвестиций в хедж-фонд, до гипотетического портфеля, полностью состоящего из инвестиций в ПИФ. Размер шага составляет 10%, т.е. следующая точка от 100% инвестиций в хедж-фонд представляет собой портфель, состоящий на 90% инвестиций в хедж-фонд и на 10% инвестиции в ПИФ. На оси абсцисс данного графика показатель риска VaR (в млн. долларов) с доверительным уровнем 99%, а на оси ординат – среднемесячная доходность.

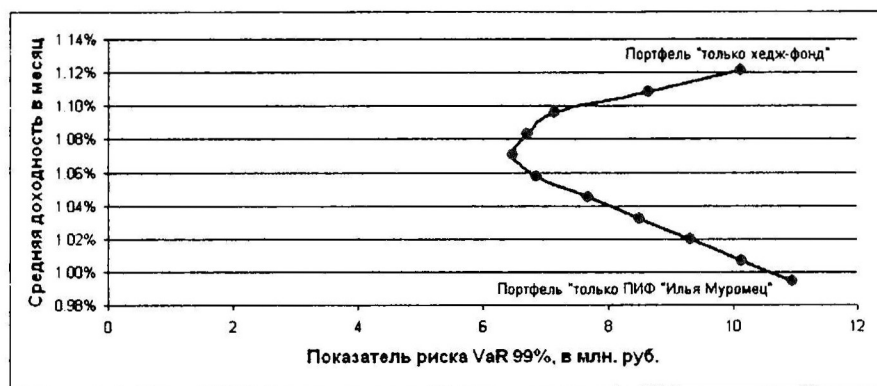


Рис. 1. Соотношение риска/доходности гипотетических портфелей, состоящих из ПИФ «Тройка Диалог – Илья Муромец» и хедж-фонда *Odey European Inc.*<sup>12</sup>

Из результатов данного исследования следует, что портфель, состоящий на 60% из инвестиции в хедж-фонд *Odey European Inc.* и на 40% из инвестиций в ПИФ «Тройка Диалог – Илья Муромец» имеет показатель риска VaR равный 6,48 млн. долларов США, что на 41% ниже, чем аналогичный показатель ПИФа и на 36% ниже, чем показатель VaR хедж-фонда. При этом среднемесячная доходность такого портфеля будет ниже на 5 базисных пунктов или на 4,5% процента ниже, чем доходность хедж-фонда.

Практическая значимость данного результата заключается в том, что при использовании стратегии фондов хедж-фондов, ЗПИФ категории «хедж-фонд» смогут уменьшить риск инвестирования не только в иностранные хедж-фонды, использующие различные стратегии, но и в традиционные инвестиционные фонды, работающие с российскими ценными бумагами. Улучшая показатель VaR и предлагая конкурентоспособное соотношение

<sup>12</sup> Рассчитано автором



риска и доходности, ЗПИФ категории «хедж-фонд» могут стать привлекательными для квалифицированных инвесторов, в том числе и институциональных, которые не принимают высокие уровни риска.

В результате анализа требований присвоения статуса квалифицированного инвестора, разработаны рекомендации изменения условий присвоения статуса квалифицированного инвестора физическим лицам.

В настоящий момент, чтобы инвестировать в инвестиционные фонды или ценные бумаги, предназначенные только для квалифицированных инвесторов, физические лица должны соответствовать критериям, определенным в Положении ФСФР «О порядке признания лиц квалифицированными инвесторами». Данные критерии предполагают, что физическое лицо должно иметь опыт инвестирования или работы на финансовых рынках. С одной стороны данные условия не гарантируют финансовую грамотность квалифицированного инвестора, с другой осложняют доступ к продуктам, предназначенным для квалифицированных инвесторов, лицам, не имеющим опыта инвестирования, но имеющим возможность без риска для своего капитала вложить крупные суммы в альтернативные инвестиции.

По оценкам зарубежных экспертов, реальные вложения российских инвесторов в зарубежные хедж-фонды могут достигать нескольких миллиардов долларов США.<sup>13</sup> Многие из таких инвесторов осуществляют трудовую деятельность в реальном секторе экономики, следовательно, не могут быть признаны квалифицированными инвесторами, однако инвестируют в хедж-фонды через оффшорные счета. Таким образом, автор считает целесообразным отменить действующие условия присвоения физическим лицам статуса квалифицированного инвестора и ввести требование минимальной суммы инвестирования в фонды, предназначенные для квалифицированных инвесторов. В результате данного изменения, физические лица, имеющие возможность инвестировать часть своих активов в альтернативные инструменты без ущерба для своего капитала и имеющие достаточно средств для оплаты услуг независимого инвестиционного консультанта, смогут покупать пай российских хедж-фондов и других инвестиционных фондов, предназначенных для квалифицированных инвесторов. Кроме того, квалифицированный инвестор должен предоставить сведения о доходах и происхождении средств, тем самым, снижая вероятность коллективных инвестиций от одного лица и совершенствуя меры по противодействию отмывания денежных средств.

Развитие российской индустрии альтернативных инвестиций может привлечь новые средства на финансовый рынок и создать дополнительную ликвидность. С точки зрения инвестиционного климата, ближайшие

---

<sup>13</sup>С. Лаврентьев. Время X [электронный ресурс] // РБК Daily. – 2007. – Режим доступа: <http://www.rbcdaily.ru/2007/11/08/finance/301912>

несколько лет можно назвать идеальными для развития российских фондов альтернативных инвестиций, однако для успешного роста данной индустрии необходимо улучшить качество риск-менеджмента, использовать стратегию фондов хедж-фондов и изменить условия присвоения статуса квалифицированного инвестора для привлечения новых инвесторов. Выполнение данных условий способно значительно увеличить количество российских хедж-фондов и активов под их управлением.

### **III. ПЕРЕЧЕНЬ ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**

1. **Иевлев А.В. Оценка риска инвестирования в хедж-фонды // Известия Санкт-Петербургского университета экономики и финансов. – №6(66). – 2010. – С. 97-100. – 0,3 п.л.**
2. Иевлев А.В. Хедж-фонд как инструмент снижения риска инвестирования // Молодой ученый. – № 12.Т.1. – 2010. – С. 79-82. – 0,3 п.л.
3. Иевлев А.В. Опыт организации европейских хедж-фондов и его применение в развитии российской индустрии альтернативных инвестиций // Современные аспекты экономики. – №12(160). – 2010. – С. 148-152. – 0,4 п.л.
4. Иевлев А.В. Хедж-фонд – новое понятие в российской финансовой системе // Финансовый рынок и кредитно-банковская система России: Сборник научных трудов СПбГУЭиФ. – №11 / Под ред. А.С. Селищева, Л.П. Давиденко, И.П. Леонтьевой. – СПб.: «Издательство Инфо-да», 2009. – 0,1 п.л.



102